

## CDN龙头迎来AI新时代

2023年04月28日

## 【投资要点】

- ◆ 公司发布 2022 年报，符合预期。2022 年公司实现营业收入 50.84 亿元，同比增长 11.13%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 15.34%；实现扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 1244.12%。2022 年年报显示，公司毛利率为 26.20%，同比 2021 年增长 0.9pct，公司前三个年度毛利率均落于 25.15%-25.31% 区间内，毛利率的抬升显示行业价格竞争趋缓，公司经营质量出现边际改善。
- ◆ **CDN 及边缘计算业务毛利率提升，液冷技术应用推进。**公司的 CDN 及边缘计算业务全年实现营收 47.64 亿元，同比增长 11.04%，毛利率为 26.49% (+1.17pct)，公司 CDN 业务在 2019/2020/2021 年毛利率分别为 24.91%/25.70%/25.32%，当时互联网厂商以 CDN 为入口进军云市场的战略，公司所处的 CDN 市场价格战较为激烈，上下游两端共同挤压导致公司 CDN 业务的毛利率显著承压，2022 年 CDN 业务毛利率的抬头标志着公司所在行业竞争趋缓，市场价格正逐步恢复到更为理性的轨道上来。公司的 IDC 及液冷业务实现营收 2.63 亿元，同比增长 6.92%，毛利率为 20.14%，同比下降 4.78%，公司提供 IDC+液冷节能解决方案并提供托管空间租用、托管带宽租用、数据中心托管服务及企业级互联网通信整体解决方案，子公司绿色云图已与戴尔科技集团达成战略合作，其自主研发的浸没式液冷技术，能够为企业液冷数据中心建设及改造方案，其定制液冷解决方案，可为各行业提供定制化的液冷解决方案，满足高功率散热、高效节能、极低噪音、产品展示等定制化需求。
- ◆ **AI 驱动算力和流量需求增长，边缘算力+IDC 及液冷+安全打造强大能力圈。**公司在 CDN 行业深耕多年，已服务超过 3000 家中大型客户，推出了针对零售行业、游戏行业、电子商务、电商直播、融媒体、政务、等行业的加速以及加速安全解决方案。经过多年的行业深耕，公司作为中立的 CDN 服务商，在平台规模、调度能力及视频、网页优化等方面完成了规模经营和技术服务经验的积累。AI 时代边缘平台将成为 AI 推理任务完成的重要载体，同时新一代通用计算技术及杀手级应用的出现，将改变互联网现行范式，带动互联网的流量再度进入高速增长的轨道。公司正在向边缘计算时代迈进，逐步将 CDN 节点升级为具备存储、计算、传输、安全功能的边缘计算节点，同时在边缘计算平台上为客户提供包括基础设施及应用防护、企业安全访问的全栈安全服务，多重能力构建将公司在 AI 时代再度引领行业发展。

增持（维持）

## 东方财富证券研究所

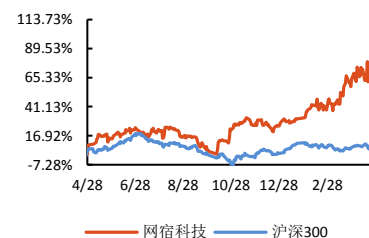
证券分析师：方科

证书编号：S1160522040001

联系人：向心韵

电话：021-23586478

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	22763.73
流通市值（百万元）	21199.27
52周最高/最低（元）	9.84/4.32
52周最高/最低（PE）	119.44/64.25
52周最高/最低（PB）	2.52/1.22
52周涨幅（%）	113.54
52周换手率（%）	482.84

## 相关研究

《算力和流量需求共同驱动，公司迈入 AI 发展新纪元》

2023.03.30

### 【投资建议】

公司作为全球领先的云分发及边缘计算公司，业务遍及全球 70 多个国家和地区，保有稳固的市场地位和数量众多的优质客户群体。我们认为公司是深耕市场多年的龙头 CDN 服务商，人工智能产生的算力和流量需求将扩大公司在新一代技术变革浪潮中的市场机会，驱动公司迈入 AI 发展新纪元。我们维持 2023 年和 2024 年的收入预测，由于 22 年已看到毛利率边际改善的拐点，我们小幅上调 2023 年和 2024 年的归母净利润预测，同时引入 2025 年的盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 64.20/85.37/111.40 亿元，归母净利润分别为 3.33/4.14/5.45 亿元，EPS 分别为 0.14/0.17/0.22 元，对应市盈率分别为 68/55/42 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5084.23	6419.93	8537.22	11139.89
增长率(%)	11.13%	26.27%	32.98%	30.49%
EBITDA（百万元）	629.00	525.81	578.87	669.88
归属母公司净利润（百万元）	190.59	332.71	413.50	545.39
增长率(%)	15.34%	74.57%	24.28%	31.89%
EPS(元/股)	0.08	0.14	0.17	0.22
市盈率 (P/E)	69.75	68.42	55.05	41.74
市净率 (P/B)	1.51	2.44	2.33	2.21
EV/EBITDA	18.03	38.83	34.17	29.19

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 【风险提示】

技术研发不及预期风险；  
市场竞争加剧风险。

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6473.13</b>	<b>7359.38</b>	<b>8406.14</b>	<b>9709.56</b>
货币资金	2469.75	2611.08	3313.55	3610.07
应收及预付	1253.24	1985.72	2313.56	3296.72
存货	30.52	16.26	14.74	16.59
其他流动资产	2719.61	2746.32	2764.29	2786.19
<b>非流动资产</b>	<b>4029.63</b>	<b>3856.27</b>	<b>3723.10</b>	<b>3598.06</b>
长期股权投资	205.10	205.10	205.10	205.10
固定资产	1083.07	865.44	662.06	451.70
在建工程	41.61	94.32	157.82	223.04
无形资产	80.46	58.82	53.60	62.07
其他长期资产	2619.39	2632.59	2644.53	2656.15
<b>资产总计</b>	<b>10502.76</b>	<b>11215.65</b>	<b>12129.25</b>	<b>13307.62</b>
<b>流动负债</b>	<b>1346.53</b>	<b>1730.21</b>	<b>2228.23</b>	<b>2858.47</b>
短期借款	144.76	197.21	265.87	336.82
应付及预收	749.31	1020.17	1324.84	1722.54
其他流动负债	452.46	512.83	637.51	799.12
<b>非流动负债</b>	<b>82.83</b>	<b>82.83</b>	<b>82.83</b>	<b>82.83</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	82.83	82.83	82.83	82.83
<b>负债合计</b>	<b>1429.36</b>	<b>1813.04</b>	<b>2311.05</b>	<b>2941.30</b>
实收资本	2437.23	2436.27	2436.27	2436.27
资本公积	2337.57	2333.36	2333.36	2333.36
留存收益	4448.58	4781.29	5194.79	5740.18
归属母公司股东权益	9019.13	9346.67	9760.17	10305.56
少数股东权益	54.27	55.95	58.02	60.76
<b>负债和股东权益</b>	<b>10502.76</b>	<b>11215.65</b>	<b>12129.25</b>	<b>13307.62</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>5084.23</b>	<b>6419.93</b>	<b>8537.22</b>	<b>11139.89</b>
营业成本	3751.95	4677.82	6199.48	8056.17
税金及附加	13.57	17.33	23.05	30.08
销售费用	370.17	513.59	691.51	913.47
管理费用	288.41	398.04	529.31	690.67
研发费用	504.40	706.19	956.17	1258.81
财务费用	-74.21	-95.37	-99.81	-126.52
资产减值损失	-6.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	6.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-21.49	64.20	85.37	111.40
资产处置收益	7.86	5.14	8.54	11.14
其他收益	<b>56.03</b>	<b>77.04</b>	<b>102.45</b>	<b>133.68</b>
<b>营业利润</b>	<b>255.32</b>	<b>348.70</b>	<b>433.86</b>	<b>573.42</b>
营业外收入	5.93	7.83	9.88	9.53
营业外支出	67.17	4.55	6.29	5.97
<b>利润总额</b>	<b>194.07</b>	<b>351.98</b>	<b>437.45</b>	<b>576.98</b>
所得税	9.94	17.60	21.87	28.85
<b>净利润</b>	<b>184.13</b>	<b>334.38</b>	<b>415.58</b>	<b>548.13</b>
少数股东损益	-6.46	1.67	2.08	2.74
<b>归属母公司净利润</b>	<b>190.59</b>	<b>332.71</b>	<b>413.50</b>	<b>545.39</b>
EBITDA	629.00	525.81	578.87	669.88

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>931.75</b>	<b>193.30</b>	<b>746.51</b>	<b>325.96</b>
净利润	184.13	334.38	415.58	548.13
折旧摊销	435.16	341.81	338.73	345.51
营运资金变动	317.94	-413.69	85.07	-447.61
其它	-5.49	-69.20	-92.87	-120.07
<b>投资活动现金流</b>	<b>224.23</b>	<b>-95.83</b>	<b>-108.06</b>	<b>-94.37</b>
资本支出	-177.52	-146.83	-181.49	-194.15
投资变动	119.90	-11.23	-9.86	-8.56
其他	281.86	62.23	83.29	108.34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-544.70</b>	<b>43.86</b>	<b>64.03</b>	<b>64.92</b>
银行借款	545.92	52.45	68.66	70.95
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	72.69	-5.17	0.00	0.00
其他	-1163.31	-3.42	-4.63	-6.03
<b>现金净增加额</b>	<b>604.01</b>	<b>141.32</b>	<b>702.48</b>	<b>296.52</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1013.75</b>	<b>1617.76</b>	<b>1759.09</b>	<b>2461.56</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1617.76</b>	<b>1759.09</b>	<b>2461.56</b>	<b>2758.08</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	11.13%	26.27%	32.98%	30.49%
营业利润增长	47.57%	36.58%	24.42%	32.17%
归属母公司净利润增长	15.34%	74.57%	24.28%	31.89%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	26.20%	27.14%	27.38%	27.68%
净利率	3.62%	5.21%	4.87%	4.92%
ROE	2.11%	3.56%	4.24%	5.29%
ROIC	1.98%	1.81%	2.25%	2.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	13.61%	16.17%	19.05%	22.10%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	4.81	4.25	3.77	3.40
速动比率	4.42	3.95	3.53	3.20
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.57	0.70	0.84
应收账款周转率	4.18	3.34	3.79	3.49
存货周转率	166.57	394.95	579.10	671.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.08	0.14	0.17	0.22
每股经营现金流	0.38	0.08	0.31	0.13
每股净资产	3.70	3.83	4.00	4.23
<b>估值比率</b>				
P/E	69.75	68.42	55.05	41.74
P/B	1.51	2.44	2.33	2.21
EV/EBITDA	18.03	38.83	34.17	29.19

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。